

SECTOR: BANCOS

RECOMENDACIÓN: NEUTRAL

PRECIO OBJETIVO: 8,25€

SÍNTESIS DE NUESTRA OPINIÓN: Los números del Grupo BBVA a cierre del 1S'18 son sólidos – CETI FL proforma del 11,4% con un BNA de 2.649 M€ (+14,9%;+29,5% en Euros constantes) – pero el deterioro de la situación macro en Turquía y en el flujo de noticias invitan a la prudencia. En este entorno, lo más probable es que la cotización del banco sufra a corto plazo, de ahí que cambiemos nuestra recomendación sobre el valor hasta Neutral desde Comprar.

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y notas publicadas por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre BBVA.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada, en base a la información más reciente y públicamente disponible, incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto recoge la información que más debe ser tenida en cuenta, ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, su precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

NOTAS RECIENTES PUBLICADAS SOBRE BBVA

16/08/2018

BBVA.- (Neutral; Cierre: 5,39€; Pr.Obj: 8,25€): La agencia de calificación crediticia Moody's ve "manejable" el riesgo que BBVA afronta en Turquía.- Moody's considera que tanto BBVA como BNP y Unicredit tienen una buena posición de capital y capacidades de generación de ingresos, lo que hace que sus inversiones en Turquía "no vayan a ser problemáticas e incluso en el peor escenario". Según las estimaciones de Moody' una hipotética salida de BBVA de Turquía tendría un impacto negativo de 36 pb sobre la ratio de capital que actualmente se sitúa en el 11,4%. **OPINIÓN:** Es una buena noticia porque reduce la probabilidad de que ver una rebaja en el rating de BBVA. Recordamos que recientemente hemos reducido nuestra recomendación desde Comprar a Neutral debido al deterioro de la situación en Turquía. [Link al informe](#).

13/08/2018

BBVA.- (Neutral; Cierre: 5,64€; Pr.Obj: 8,25€): Revisamos nuestra recomendación hasta Neutral desde Comprar debido al deterioro de la situación en Turquía. **OPINIÓN:** Los números del Grupo BBVA a cierre del 1S'18 son sólidos – CETI FL proforma del 11,4% con un BNA de 2.649 M€ (+14,9%;+29,5% en Euros constantes) – pero el deterioro de la situación macro en Turquía y en el flujo de noticias invitan a la prudencia. En este entorno, lo más probable es que la cotización del banco siga sufriendo a corto plazo, de ahí que cambiemos nuestra recomendación sobre el valor. BBVA, está presente en Turquía a través de Garanti donde controla el 49,85% del capital con un valor en libros de 4.400 M€ (~al 8,0% del Patrimonio Neto del grupo). En términos de balance representa aprox. 10,8% de los Activos Totales, mientras que en la cuenta de P&G aporta el 16,1% del Margen Bruto (16,3% en 2017), el 18,6% del Margen Neto (19,2% en 2017) y el 12,3% del BNA (15,4% en 2017).

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Elena Fernández

Pilar Aranda Ana de Castro Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Aránzazu Cortina

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>
Ávda. Bruselas, 14

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP> 28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

http://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

La situación macro en Turquía es delicada y el país afronta tres grandes retos. (i) Turquía debe corregir **desequilibrios macro importantes**. El Déficit por Cuenta Corriente supera el 7,0% del PIB, la inflación se acerca al 16,0% - muy por encima del objetivo del 5,0% establecido por el Banco Central - y el crecimiento del PIB muestra signos claros de debilidad, (ii) la **desconfianza del mercado sobre la independencia del Banco Central** debido a las injerencias del Presidente Erdogan, proclive a mantener bajos los tipos de interés, en la política económica y la gestión del Banco Central - actualmente gobernado por el yerno del Presidente - y (iii) el **deterioro de las relaciones con EE.UU** tras la imposición de aranceles a las importaciones de aluminio turcas y a las discrepancias sobre la situación geopolítica en Siria. En este entorno, **la depreciación de la Lira turca** (acumula una caída del -44,4% frente al dólar y del -41,6% frente al Euro en el conjunto del año) dificulta aún más la corrección de los desequilibrios e incentiva la **salida de capitales de un país altamente dependiente de la financiación externa**. En este entorno, es probable que las **agencias de rating revisen a la baja la calificación crediticia del país** - este viernes S&P dará a conocer su decisión - y que continúe el flujo de noticias negativo.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Elena Fernández

Pilar Aranda Ana de Castro Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Aránzazu Cortina

Todos los informes disponibles en:

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>
Ávda. Bruselas, 14

28108 Madrid

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

Bancos Europeos

Resiliencia en términos de CETI FL y liderazgo en Rentabilidad (RoTE)

BBVA

Precio Objetivo: 8,25 €/acc

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización Bursátil	41.921 M€
Nº Acciones	6.668 M
Precio último	6,29 €/acc
Max/Min (52 sem)	7,93 / 5,78
Revalorización (YTD)	-11,60%
Cód. Reuters / Bloomberg	BBVA.MC / BBVA.SM

Conclusión: Las principales métricas - margen de explotación, solvencia y RoTE - evolucionan positivamente en un entorno complicado - FX & tipos de interés -. **La resiliencia del CETI FL es elevada y el RoTE lidera el sector en Europa.** Revisamos nuestro Precio Objetivo hasta 8,25 €/acc (vs 8,80 €/acc anterior) debido a una mayor prima de riesgo en emergentes -. **Reiteramos nuestra recomendación de Comprar en base a la solidez del balance y el buen momento en resultados.**

Múltiplos de Valoración

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PER	11,9 x	8,4 x	7,6 x	7,1 x
P/V	0,9 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x
Div. Yield	3,4%	3,9%	5,3%	5,6%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2017 r	2018 e	2019 e	TAMI(1)
Margen Bruto	25.270	25.859	26.790	+3,0%
Margen Neto	12.770	13.197	14.234	+5,6%
Provisiones	-4.803	-3.750	-3.666	-12,6%
Tax, Min & Otros.	-4.448	-4.445	-5.062	+6,7%
BNA	3.519	5.002	5.507	+25,1%
BPA	0,53	0,75	0,83	+25,1%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	3,0%
ROTE sostenible estimado	12,5%
Coste de capital (Ke)	10,0%
Precio objetivo (€/acc.)	8,25
Potencial de revalorización	31,2%

(*) Warranted Equity Value

Evolución Bursátil



Fuentes: Bloomberg & Análisis Bankinter

Resultados 1S'18: El BNA alcanza 2.649 M€ (+14,9%) y bate ampliamente las expectativas (2.547 M€ esperado) gracias a la **positiva evolución de los ingresos típicos** (Margen de Intereses & Comisiones) en las principales áreas de negocio. Los índices de calidad crediticia evolucionan satisfactoriamente y **la ratio CET I FL pro-forma se mantiene estable en 11,4%** a pesar de la dificultad del entorno - divisas y cartera de activos disponibles para la venta - mientras el RoTE alcanza el 14,3% (vs 14,6% en 1T'18 vs 7,7% en 4T'17).

La cuenta de P&G confirma: (i) El **impacto negativo de los tipos de cambio** (Lira Turca y Peso Mexicano principalmente). El BNA recurrente con tipos de cambio constantes crece a un ritmo del 29,5% (vs +14,9% reportado), (ii) La **mejora de los ingresos típicos** (+9,4% en margen de intereses y +11,3% en comisiones en términos constantes) y (iii) la **caída en provisiones** (-17,0%; -9,0% constante) que viene acompañada por una evolución satisfactoria de los índices de calidad crediticia. La morosidad se mantiene estable en 4,4% (vs 1T'18) con una tasa de cobertura elevada (71,0% vs 73,0% en 1T'18).

Por áreas geográficas (en términos constantes), México continúa siendo la principal fuente de resultados (BNA: 1.208 M€; +21,2% vs 1.110 M€ esperado). El margen con clientes aumenta y los índices de calidad crediticia mejoran significativamente (morosidad: 2,0% y cobertura en 155%). En **América del Sur** (BNA: 452 M€; +30,6% vs 417 M€ esperado) los ingresos típicos crecen a doble dígito y las provisiones caen tras los esfuerzos realizados en trimestres anteriores. **Turquía** (BNA: 373 M€; +25,6% vs 367 M€ esperado) confirma el fuerte aumento en ingresos (+21,2% en Margen Bruto) aunque los índices de calidad se resienten (morosidad en 4,5% vs 3,7% en 1T'18). El negocio bancario en **España** (BNA: 793 M€; +19,2% vs +17,3% en 1T'18 vs 789 M€ esperado) refleja las mejoras de eficiencia, el aumento de la actividad comercial en 2T'18 y la caída en el coste del riesgo. En **EE.UU** (BNA: 387 M€; +51,2% vs 370 M€ esperado), la gestión de márgenes permite un aumento en ingresos típicos del +12,0% en un entorno de menores provisiones. **En conjunto, valoramos positivamente los resultados 1S'18 que han sorprendido positivamente en las principales áreas geográficas** a pesar de la dificultad del entorno - tipos de interés en mínimos históricos en la UEM así como una fuerte depreciación del Peso Mexicano y la Lira Turca.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Cuenta de P&G

P&G Ajustada ⁽¹⁾ Datos en M€	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Acumulado		% Variación		
						Último	Previo	2T18	12 M	12 M
								a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽²⁾	4.650	4.434	4.643	4.300	4.427	17.804	17.876	-4,8%	3,0%	-0,4%
Otros ingresos ⁽³⁾	1.688	1.750	1.713	1.789	1.553	6.805	7.246	-8,0%	-13,2%	-6,1%
Margen Bruto	6.338	6.184	6.356	6.089	5.980	24.609	25.122	-5,6%	-1,8%	-2,0%
Gastos Generales	3.368	3.276	4.416	3.078	3.058	13.828	14.058	-9,2%	-0,6%	-1,6%
Margen Neto	2.970	2.908	1.940	3.011	2.922	10.781	11.064	-1,6%	-3,0%	-2,6%
Prov. insolvencias	997	976	762	823	788	3.349	3.633	-21,0%	-4,3%	-7,8%
Rdo. Operativo	1.973	1.932	1.178	2.188	2.134	7.432	7.431	8,2%	-2,5%	0,0%
Rdos. Extraordinarios	5	-49	262	-49	-73	91	397	n.s	49,0%	-77,1%
BAI.	1.968	1.981	916	2.237	2.207	7.341	7.034	12,1%	-1,3%	4,4%
Impuestos	546	550	499	611	603	2.263	1.898	10,4%	-1,3%	19,2%
Minoritarios	315	288	347	286	295	1.216	1.187	-6,3%	3,1%	2,4%
BNA Ajustado	1.107	1.143	70	1.340	1.309	3.862	3.949	18,2%	-2,3%	-2,2%
Otros Ajustes Neto	0	0	0	0	0	0	0	n.s	n.s	n.s
BNA Publicado	1.107	1.143	70	1.340	1.309	3.862	3.949	18,2%	-2,3%	-2,2%

(1) La cuenta de P&G ha sido ajustada a efectos comparativos con otras entidades y no necesariamente coincide con la reportada por la entidad en todas las líneas.

(2) Incluye Rdto. Instrumentos de capital; (3) Excluye Rdos. Puesta en Equivalencia

Balance Resumido (MM€)

Balance Consolidado	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Variación			
						a/a	MME t/t	a/a	% t/t
Liquidez ⁽⁴⁾	84	73	88	61	54	-29,8	-6,5	-35,4%	-10,7%
Cartera Valores	146	143	137	160	160	14,3	0,4	9,8%	0,3%
Inversión Crediticia	424	416	389	382	391	-33,7	9,0	-8,0%	2,4%
Otros	48	59	77	83	85	36,4	1,3	75,6%	1,6%
Total Activo	702	691	690	685	690	-12,8	4,2	-1,8%	0,6%
Depósitos	383	393	367	360	367	-15,5	7,1	-4,0%	2,0%
Finac. Mayorista	265	244	269	273	270	5,3	-3,2	2,0%	-1,2%
Fondos Propios	55	54	53	52	52	-2,6	0,3	-4,8%	0,5%
Total Pasivo & F.Propios	702	691	690	685	690	-12,8	4,2	-1,8%	0,6%
APR's ⁽⁵⁾	373	366	362	358	357	-16,1	-1,4	-4,3%	-0,4%
TCE ⁽⁶⁾	39	39	38	37	37	-1,4	0,3	-3,6%	0,9%

(4) Incluye interbancario

(5) Activos Ponderados por Riesgo; (6) Tangible Common Equity

Métricas de Gestión

	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁷⁾	110,9%	105,9%	105,9%	106,0%	106,4%	-4,5 pb	0,4 pb
Dudosos / TCE ⁽⁸⁾	56,0%	52,4%	52,1%	50,1%	49,8%	-6,2 pb	-0,3 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	53,1%	52,9%	52,4%	52,3%	51,8%	-1,3 pb	-0,5 pb
TCE/ Fondos Propios	70,9%	70,9%	71,0%	71,5%	71,8%	0,9 pb	0,3 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	11,4%	11,8%	0,7%	14,5%	14,0%	2,6 pb	-0,5 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,6%	0,7%	0,0%	0,8%	0,8%	0,1 pb	0,0 pb

(7) Inversión crediticia neta/depositos; (8) Dudosos/Tangible Common Equity; (9) Activos Ponderados por Riesgo/Total Activos; (10) BNA anualizado/TCE; (11) BNA/Activos

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

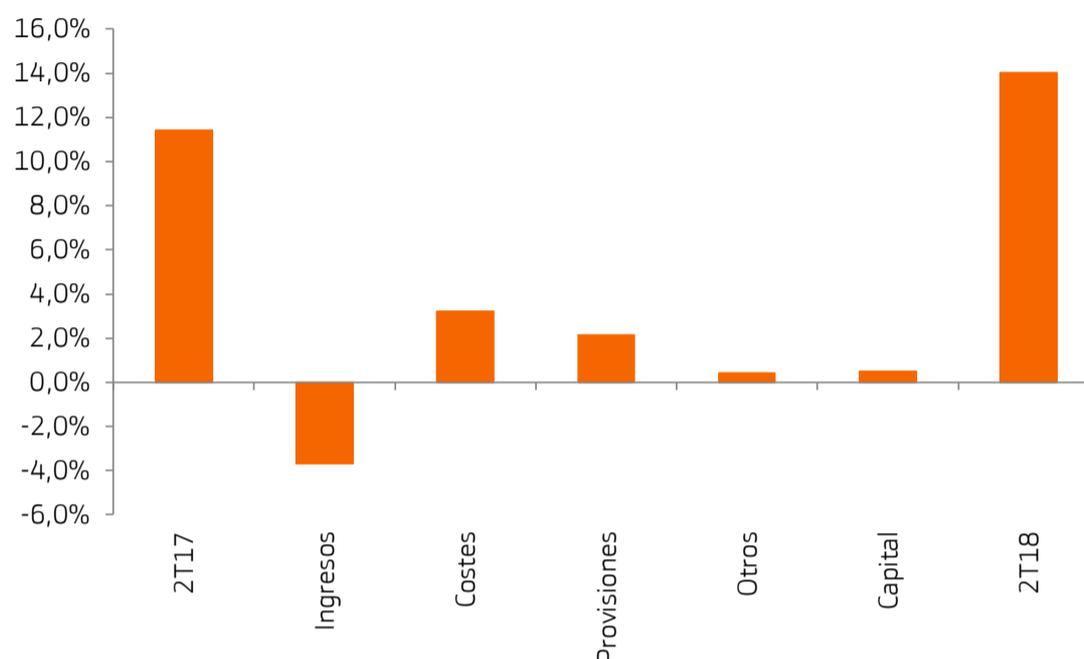
La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Evolución del RoTE: Desglose por componentes

RoTE 2T17	Contribución anual							RoTE 2T18
	Ingresos	Costes	Provis.	Otros	P&G	Impacto Capital (*)	Total	
11,4%	-3,7%	3,2%	2,2%	0,4%	2,1%	0,5%	2,6%	14,0%

(*) El signo negativo indica aumento del Capital Tangible (TCE)



Principales Estimaciones

P&G Reportada	2017	2018 e	2019 e	2020 e	% Variación		
					2018	2019	2020
Datos en M€							
Margen de Intereses	17.758	18.034	18.880	19.352	1,6%	4,7%	2,5%
Comisiones	4.921	5.239	5.454	4.958	6,5%	4,1%	-9,1%
Otros Ingresos	2.591	2.587	2.455	2.629	-0,2%	-5,1%	7,1%
Margen Bruto	25.270	25.859	26.790	26.939	2,3%	3,6%	0,6%
Gastos Generales	-12.500	-12.662	-12.555	-12.569	1,3%	-0,8%	0,1%
Margen Neto	12.770	13.197	14.234	14.370	3,3%	7,9%	1,0%
Dotaciones insolvencias	-4.803	-3.750	-3.666	-3.322	-21,9%	-2,2%	-9,4%
Otros resultados	-1.036	-300	-500	-300	-71,0%	66,7%	-40,0%
Resultado antes de impuestos	6.931	9.147	10.069	10.748	32,0%	10,1%	6,8%
Impuesto sobre sociedades	-2.169	-2.378	-2.618	-2.795	9,7%	10,1%	6,8%
Rdo. Operaciones continuadas	4.762	6.769	7.451	7.954	42,1%	10,1%	6,8%
Rdo. Operaciones interrumpidas (neto)	0	0	1	2	n.s	n.s	n.s
Resultado consolidado del ejercicio	4.762	6.769	7.452	7.956	42,1%	10,1%	6,8%
Resultado atribuido a minoritarios	1.243	1.767	1.945	2.077	42,1%	10,1%	6,8%
Beneficio atribuido al Grupo	3.519	5.002	5.507	5.879	42,1%	10,1%	6,8%
Ingresos Core ⁽ⁱ⁾ /Mg. Bruto	89,7%	90,0%	90,8%	90,2%	0,2 pp	0,8 pp	-0,6 pp
Comisiones/Gtos Generales	39,4%	41,4%	43,4%	39,4%	2,0 pp	2,1 pp	-4,0 pp
Ratio Eficiencia	49,5%	49,0%	46,9%	46,7%	-0,5 pp	-2,1 pp	-0,2 pp
Provisiones / Mg. Bruto	37,6%	28,4%	25,8%	23,1%	-9,2 pp	-2,7 pp	-2,6 pp

(i) Ingresos Core: Margen de intereses + comisiones

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina
Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Hoja 3 de 4

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avd. Bruselas, nº 14
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Indicadores de Negocio

Gráfico 1. Ingresos Totales en M€

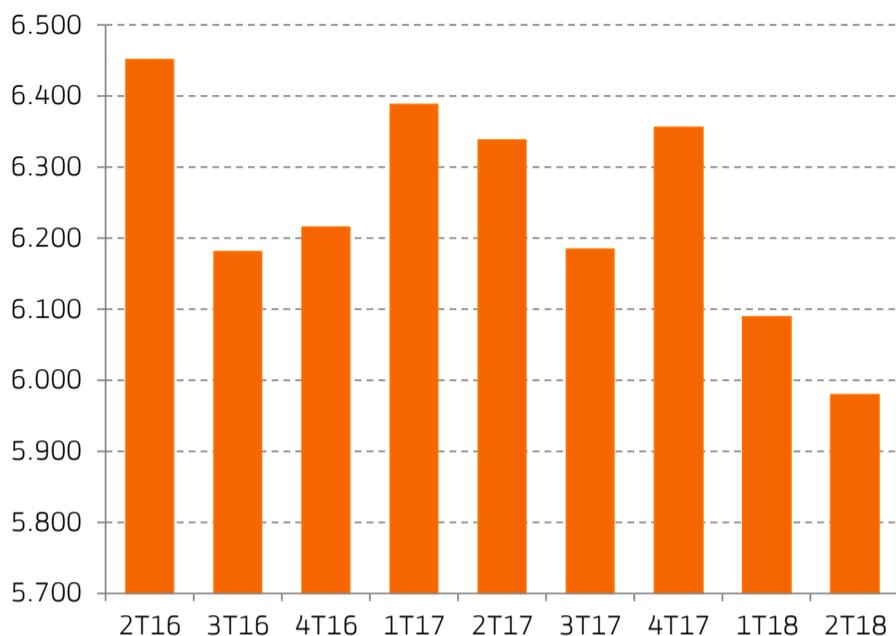
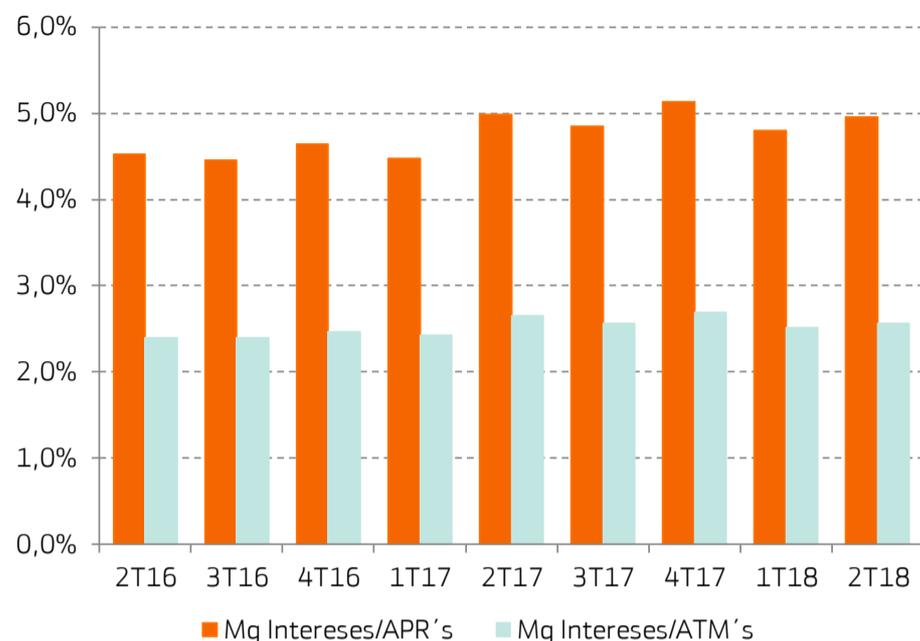


Gráfico 2: Rentabilidad Operativa



Indicadores de Solvencia & Gestión de Capital

Gráfico 3: Ratio de Capital

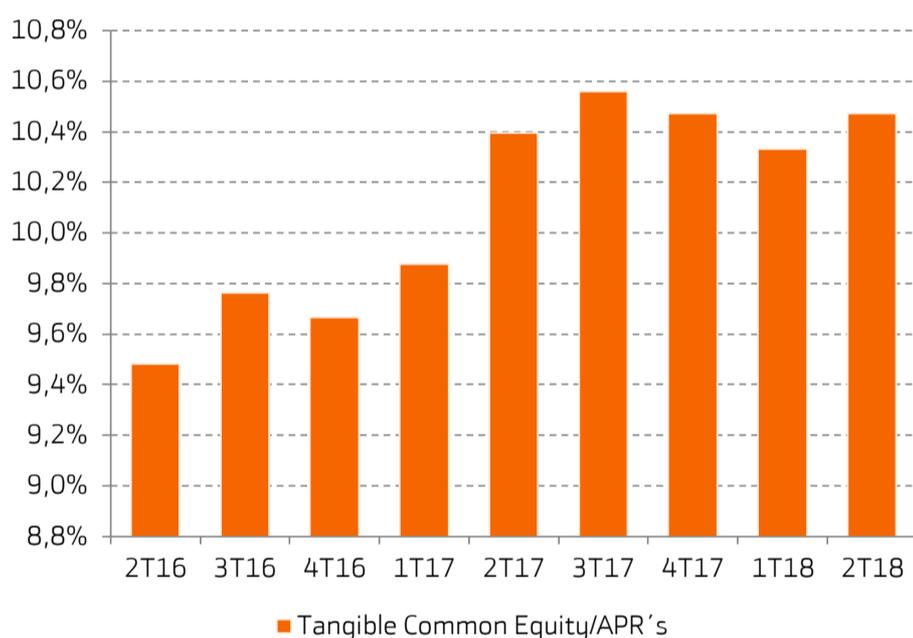
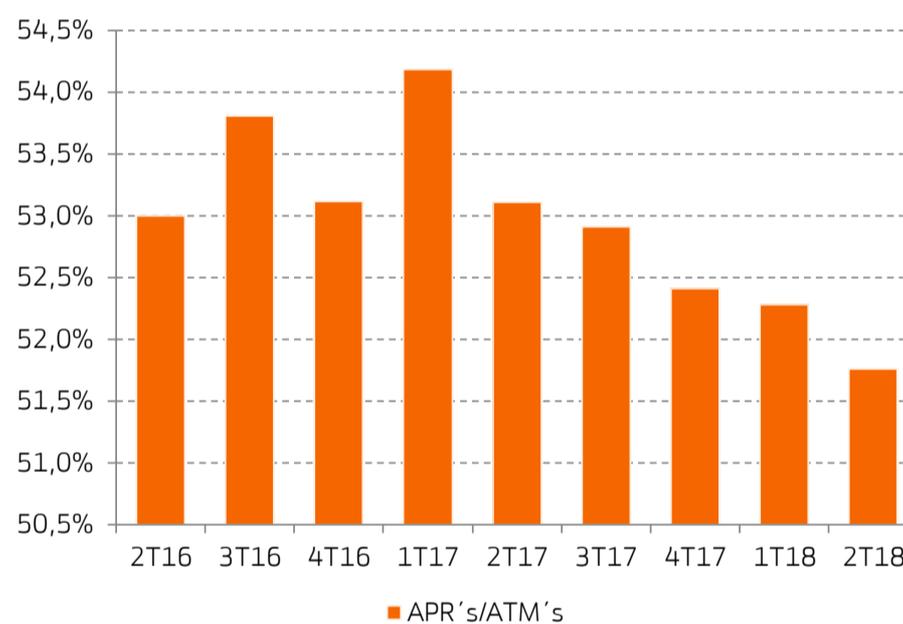


Gráfico 4: Densidad de capital



Múltiplos de Valoración

Gráfico 5: PER estimado

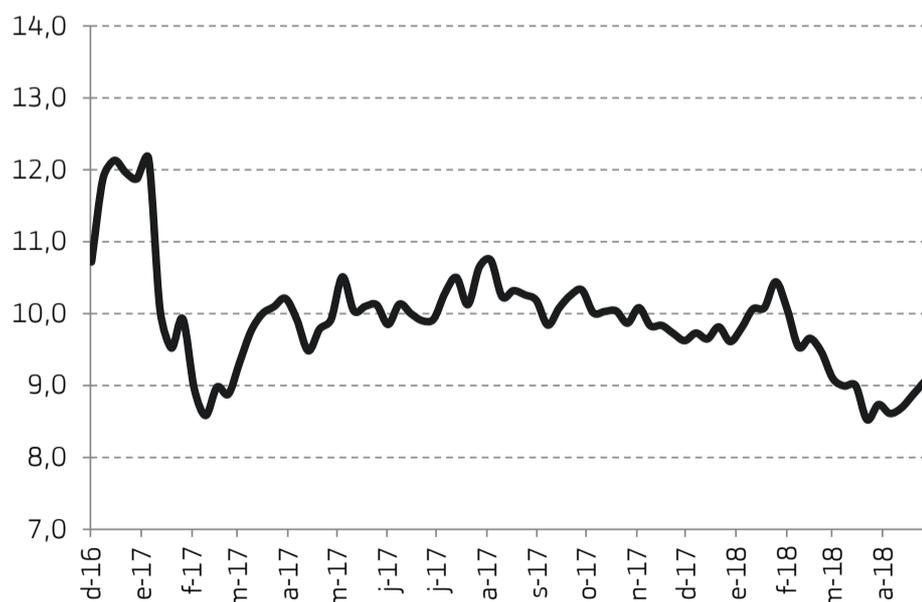
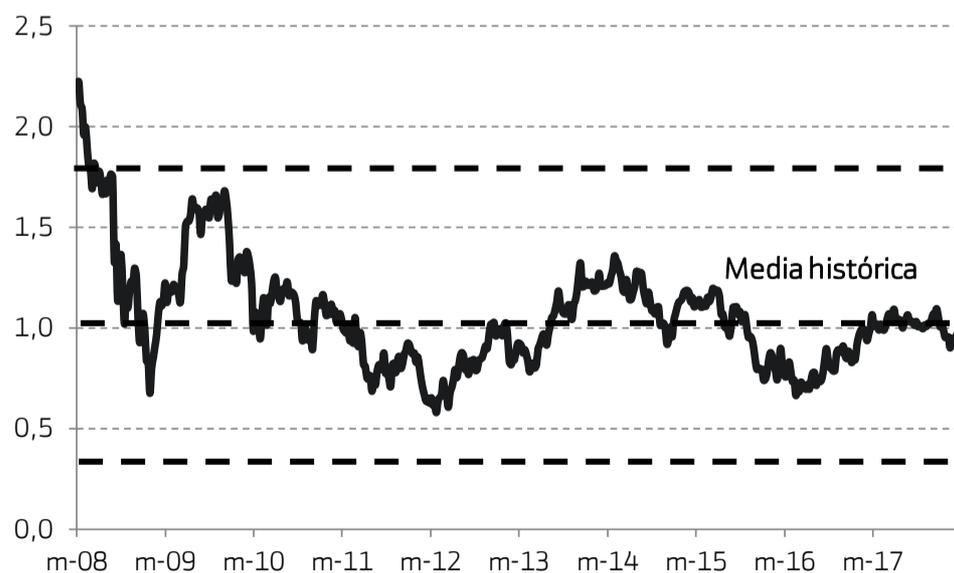


Gráfico 6: P/V histórico



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Elena Fernández Ramón Carrasco Arancha Bueno Aránzazu Cortina
 Pilar Aranda Esther Gutierrez Ana de Castro Joao Pisco Susana André (Mkt).

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

La compañía ha sido informada de esta recomendación antes de publicarse este informe.

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.